

AVANT LA COOPÉRATION ENTRE BANQUES CENTRALES : ENDIGUER LA PANIQUE DE 1825

TREVOR JACKSON*

La panique de 1825 a été la première crise subie par le système financier international à la suite de sa reconstruction après la fin des guerres napoléoniennes et, à bien des égards, la première crise subie par l'étalon-or standard. En effet, la Grande-Bretagne était complètement revenue à la convertibilité en 1821 et, à son paroxysme, la crise a grevé les réserves internes et externes de la Banque d'Angleterre, menaçant sa capacité à maintenir la convertibilité de la livre en or. De nombreux chercheurs ont conclu par la suite que la crise avait été résolue au moyen d'une coopération entre banques centrales : la Banque de France aurait porté secours à la Banque d'Angleterre en procédant, en urgence, à un transfert d'espèces en décembre 1825 (Kindleberger, 1993 ; Bordo, 1998). La coopération entre banques centrales ayant été l'une des caractéristiques majeures de l'étalon-or standard, on estime souvent qu'il s'agit là aussi d'un indice de l'importance de l'année 1825, année au cours de laquelle ce nouveau système monétaire aurait connu sa première crise. Mes conclusions brossent un tableau bien différent. Dans la mesure où la Grande-Bretagne était le seul pays entièrement converti à l'étalon-or en 1825-1826, le système était encore « en construction » : il n'existait ni mécanismes de coopération entre banques centrales, ni mesures incitatives en faveur de celles-ci, la Banque d'Angleterre n'avait ni la capacité, ni la volonté d'agir en tant que prêteur en dernier ressort, et il semblerait que les points d'or aient connu des variations bien plus importantes qu'à une période ultérieure du

267

* Professeur adjoint d'histoire, Department of History, George Washington University.
Contact : twjackson@email.gwu.edu.

XIX^e siècle. Enfin, et surtout, le sauvetage de la Banque d'Angleterre n'a pas été effectué par la Banque de France, mais plutôt par la maison de Rothschild, qui l'a prise en charge en tant que cliente.

Par bien des aspects, la panique de 1825 a représenté une situation inédite. Elle a été la première crise de la dette d'Amérique latine (Dawson, 1990 ; Flandreau et Flores, 2009). Après 1815, les banques londoniennes ont prêté l'épargne des investisseurs européens à des dizaines de gouvernements souverains, en commençant avec les prêts pour réparations consentis à la France en 1817-1819, puis augmentant la cadence avec des prêts accordés à d'autres puissances européennes avant de culminer lors du *boom* du crédit aux pays d'Amérique latine nouvellement indépendants après 1821. Dans le même temps, le système bancaire anglais s'est rapidement développé, avec la création de plus de 800 banques provinciales, établissant pour la première fois un lien entre l'économie réelle de la campagne et le système financier de Londres. Cela signifie également qu'à partir des préparatifs de 1819-1821 visant à reprendre les paiements en espèces jusqu'à la résolution de la crise en 1826, les politiques de la Banque d'Angleterre ont été plus largement transmises dans l'économie que jamais auparavant (Neal, 1998). D'une manière générale, les politiques de la Banque d'Angleterre étaient procycliques : inflationnistes en période de *boom* et déflationnistes en période de contraction, ce qui accentuait l'alternance de cycles d'expansion et de récession. Ainsi, en 1821-1825, une grande quantité d'argent bon marché circulait dans le système financier anglais, à la recherche d'investissements profitables. Dans les années 1820, le secteur bancaire londonien a dirigé cet argent vers des titres de dette souveraine et des valeurs minières spéculatives qui se sont finalement avérés des investissements peu judicieux ou frauduleux.

Les actions et les obligations d'Amérique latine ont commencé à chuter à l'été 1825 en réponse à de mauvaises nouvelles et, à l'automne, ce déclin des actifs a été exacerbé par les politiques déflationnistes de la Banque d'Angleterre, mises en place à la suite de l'effondrement de ses réserves (Gayer *et al.*, 1953). De nouvelles banques provinciales, fragiles, ont commencé à faire faillite dans le Devon et en Cornouailles. Les banques provinciales se tournaient vers leurs banques londoniennes pour obtenir des espèces ; or le marché monétaire de Londres étant sous pression à la suite de l'effondrement des valeurs, les banques londoniennes se tournaient elles-mêmes vers la Banque d'Angleterre (Neal, 1998). Le 8 décembre 1825, la banque londonienne Wentworth, Chaloner & Risworth fit faillite, suivie le 13 décembre par Pole, Thornton & Co. Pole, qui était lié au directeur de la Banque d'Angleterre par alliance, fut sauvé par un prêt d'urgence de 300 000 livres sterling, garanti par une hypothèque sur son domicile. Mais le mal était

fait : 43 des banques provinciales correspondantes de Pole firent faillite, précipitant un désengagement général du système bancaire provincial.

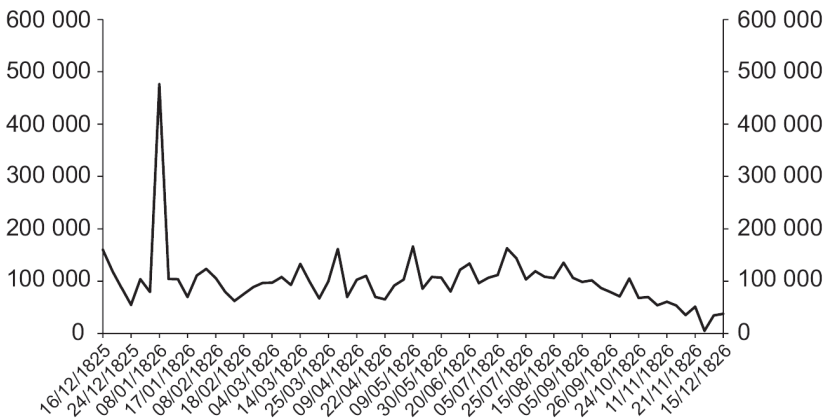
La Banque d'Angleterre a alors commencé à escompter librement, mais ses réserves étaient déjà basses, ayant chuté de 10 M£ en temps normal à moins de 3 M£ en novembre et à moins de 1 M£ en décembre, avec des billets en circulation pour une valeur de plus de 20 M£. Le 23 décembre 1825, elle avertit le gouvernement qu'elle serait sans doute contrainte de suspendre les paiements. Cette éventualité constituait bien sûr une sérieuse menace pour le système du crédit, mais il s'agissait également d'un désastre politique survenant très tôt après le très controversé retour à la convertibilité en 1821 : le gouvernement lui a donc refusé toute autorité légale pour suspendre les paiements, accroissant de fait la possibilité d'une banqueroute pure et simple de la Banque d'Angleterre. Plus de 1 000 entreprises et plus de 100 banques ont fait faillite en Grande-Bretagne en 1826. Entre 1824 et 1827, neuf gouvernements souverains, principalement latino-américains (mais pas exclusivement), ont cessé d'assurer le service de leur dette. Mais la Banque d'Angleterre ne s'est pas effondrée, pas plus qu'elle n'a suspendu la convertibilité et, en Angleterre, la panique était terminée vers le milieu de 1826.

Alors comment donc la Banque d'Angleterre a-t-elle été sauvée ? Il n'existe pas de documents dans ses archives, ni dans celles de la Banque de France attestant qu'un transfert ait jamais eu lieu entre les deux institutions. Il n'en est fait mention ni dans les *Treasury Minutes* de la Banque d'Angleterre, ni dans les minutes du *Court of Directors*, et les réserves de lingots de la Banque d'Angleterre ne laissent pas apparaître de transfert entrant spectaculairement en décembre 1825. De la même manière, les procès-verbaux du Conseil général de la Banque de France ne comportent aucune information témoignant de leur accord à un quelconque transfert, et ses registres internes relatifs à sa réaction aux crises financières ne contiennent pas d'archives pour 1825.

Au lieu de quoi, au milieu de décembre 1825, Nathan Rothschild a accepté de fournir de l'or à la Banque d'Angleterre et lui a ouvert un compte chez Rothschild, baptisé « Compte H », sur lequel la Banque d'Angleterre a déposé, le 22 décembre, 891 lingots d'argent d'une valeur approximative de 170 448 livres sterling. Ceux-ci ont été transférés à Joseph de Rothschild à Paris afin d'y être vendus pour de l'or, qui devait être déposé sur le compte de la Banque d'Angleterre, laquelle pourrait les en extraire en cas de besoin. 400 000 livres sterling supplémentaires ont été versées directement à la Banque d'Angleterre, et non déposées sur le compte détenu par celle-ci chez Rothschild. (C'est ce transfert qui est principalement à l'origine de la confusion qui entoure la résolution de la crise.) Entre le 16 et le 22 décembre 1825, le Compte H a reçu ses

premiers dépôts d'une valeur de 170 000 livres sterling environ, mais cela était loin d'être suffisant pour résoudre la crise, encore moins pour permettre à la Banque d'Angleterre de procéder à des escomptes afin d'aider les banques londoniennes ; Joseph de Rothschild a donc écrit à ses correspondants dans toute l'Europe de lui faire parvenir des espèces. Au total, entre le 16 décembre 1825 et le 15 décembre 1826, Joseph de Rothschild a déposé 6 684 883 livres sterling sur le Compte H, sous la forme de 4 758 310 pièces d'or étrangères, toutes envoyées par le biais de la maison Rothschild parisienne. En fait, parmi les premiers dépôts, bon nombre faisaient probablement suite au pillage du compte de la Banque de Bruxelles par Joseph de Rothschild. À cela s'ajoutèrent 237 221 livres sterling supplémentaires entre le 20 décembre 1825 et le 22 août 1826, provenant d'autres sources principalement situées à Hambourg, et les fameuses 400 000 livres sterling envoyées directement à la Banque d'Angleterre au milieu de décembre 1825. Au total, donc, en l'espace d'une année, Joseph de Rothschild a mobilisé au moins 7,3 millions de livres sterling en espèces pour maintenir la capacité de convertibilité-or de la banque d'Angleterre et pour soutenir ses mesures d'escompte étendues visant à atténuer les effets de la crise. L'ampleur de cette opération a été considérable : d'après Chapman (1984, tableau 3.1), en 1825-1830, Rothschild avait en moyenne 1,14 million de livres sterling de fonds de roulement, et Barings avait 490 000 de livres sterling. Le fait que tout cet or ait été transféré sur le compte que la Banque d'Angleterre détenait chez Rothschild explique pourquoi il n'en existe aucune trace dans ses propres archives et dans les registres de lingots de la Banque.

Graphique
Dépôts sur le Compte H (en livres sterling)



Source : Rothschild Archives London, Bullion Ledger, RA VII/5/0, fols. 114-16.

Ainsi la résolution de la crise de 1825 n'a pas été l'histoire d'une banque centrale coopérant avec une autre banque centrale en lui transférant des espèces pour remplir ses réserves. Elle a plutôt été résolue par l'envoi d'un flux d'or considérable et continu par une succursale de la maison de Rothschild, acheté ou emprunté au sein de son vaste réseau continental à une autre succursale de Rothschild, dont la Banque d'Angleterre était cliente. Rothschild a fait office de prêteur systémique en dernier ressort pour une Banque d'Angleterre sous-capitalisée qui avait besoin d'un sauvetage. Au plus fort du danger, la décision concernant les priorités et les intérêts a été prise non par une institution politique souveraine ou par une institution juridique réglementaire, mais par une banque privée. Cela laisse entendre qu'avant que d'autres pays aient rejoint la Grande-Bretagne sur l'étalon-or standard, il n'existait pas d'incitations à la coopération entre banques centrales (Huffman et Lothian, 1984) : les banques puissantes sur le plan systémique, à l'instar de Rothschild ou Barings, avaient un intérêt plus important au fonctionnement harmonieux du système monétaire international que la Banque de France. Cela suggère également qu'il conviendrait peut-être d'envisager une nouvelle approche de l'étude du système bimétallique entre 1821 et 1871, lorsque l'étalon-or standard était encore « en construction ». Au cours de cette période, le système monétaire disposait de tous les mécanismes capables de transmettre les crises caractéristiques de l'étalon-or intégral entre 1871 et 1914 (Bordo et Kydland, 1997), mais ne disposait de presque aucun mécanisme permettant de favoriser la stabilité, la coopération et l'endigement.

BIBLIOGRAPHIE

- BORDO M. (1998), « Commentary », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, pp. 77-82.
- BORDO M. et KYDLAND F. (1997), « The Gold Standard as a Rule », in Eichengreen B. et Flandreau M. (éd.), *The Gold Standard in Theory and History*, Routledge, pp. 99-129.
- CHAPMAN S. (1984), *The Rise of Merchant Banking*, Allen & Unwin.
- DAWSON F. (1990), *The First Latin American Debt Crisis: the City of London and the 1822-25 Loan Bubble*, Yale University Press.
- FLANDREAU M. et FLORES J. (2009), « Bonds and Brands: Foundations of Sovereign Debt Markets, 1820-1830 », *The Journal of Economic History*, vol. 69, n° 3, pp. 646-684.
- GAYER A., ROSTOW W. et SCHWARTZ A. (1953), *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1790-1850: an Historical, Statistical and Theoretical Study of Britain's Economic Development*, vol. 1, Clarendon Press.
- HUFFMAN W. et LOTHIAN J. (1984), « The Gold Standard and the Transmission of Business Cycles, 1833-1932 », in Bordo M. et Schwartz A. (éd.), *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931*, University of Chicago Press, pp. 455-513.
- KINDLEBERGER C. (1993), *A Financial History of Western Europe*, 2^e édition, Oxford University Press.
- NEAL L. (1998), « The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, pp. 53-76.

